

| | | | |
|-----------|---|----------------|--|
| 氏 名 | 船 岡 健 太 | | |
| 学 位 の 種 類 | 博 士 (経 営 学) | | |
| 学 位 記 番 号 | 第 4805 号 | | |
| 学位授与年月日 | 平成 18 年 3 月 24 日 | | |
| 学位授与の要件 | 学位規則第 4 条第 1 項該当者 | | |
| 学 位 論 文 名 | ベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場 - ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションに関する実証研究 - | | |
| 論文審査委員 | 主査 教 授 翟 林 瑜 | 副査 教 授 青 山 和 司 | |
| | 副査 助教授 石 川 博 行 | | |

論 文 内 容 の 要 旨

【本論文の目的】

本論文の目的は、わが国に導入されて間もない新規株式公開時のロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの有効性や問題点を、ベンチャーキャピタルに焦点を当て、実証的に考察することである。2000 年以降、アメリカを中心にロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションに関する実証分析が活発に行われている。本論文では、これらの先行研究を踏まえた上で、日本のサンプルを用いて実証分析を行った。

【本論文の各章の概要】

本論文では、まず第 1 章と第 2 章で基礎データを整理した後、第 3 章以降において新規株式公開のタイムラインに沿って、公開から公開後における 3 つの局面を順番に追う形で分析を行っている。具体的には、第 1 章と第 2 章でそれぞれ、ベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場の全体像、およびロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの概要を紹介した後に、第 3 章で新規公開時のアンダープライシングの問題を取り扱い、第 4 章では売買開始日以降におけるアンダーライターのプライスサポートについて考察している。第 5 章では、株式公開を行ってから一定期間後に訪れるロックアップ解除日周辺の株価パフォーマンスに関する検証を行っている。各章の概要は以下のとおりである。

序章 本論文の目的と構成

本論文の目的と章の構成について述べている。

第 1 章 ベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場の変遷と現状

まず、第 1 章では、日本のベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場の状況をアメリカと比較する形で概観している。本論文でレビューしている海外の先行研究は、アメリカの市場を対象にしたものが多い。本論文におけるロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの実証分析をアメリカの市場を対象に実施された先行研究の結果と比較検討を行う際に必要なベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場の基礎データを整理している。

第 2 章 ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの概要

第 2 章では、本論文が注目するロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの概要について記している。ロックアップ契約とは、株式公開前に株式を取得しているベンチャーキャピタルや経営者などの既存株主が株式公開後の一定期間（通常は、180 日間）、自己の保有する株式を売却しない旨を主幹事証券会社に

対して確約を行うものである。

オーバーアロットメント・オプションとは、主幹事証券会社が既存株主から株式を借り受け、需要動向に応じて、当初の予定売出席式数を超過して売出すことができる制度である。主幹事証券会社は、公開後の株価が引受時の株価よりも低く推移した場合、追加売出しに伴い発生するショートポジション（既存株主から株式を借り受けている状態）を解消すべく当該株式を市場で買い付ける。主幹事証券会社が実施するこのショートカバー取引は、公開直後の需給バランスの悪化を是正し、プライスサポートの役割を果たすことが期待される。

第3章 ロックアップ契約とアンダープライシング

第3章では、2000年に日本に導入されたロックアップ契約が新規公開時のアンダープライシングにどのような影響をおよぼすのかに関する実証分析を行った。アンダープライシングとは、公開価格が売買開始日における株価（初値）よりも過小に値付け（アンダープライシング）される状況を指す。新規公開企業が上場時に獲得する調達金額は、公開価格に公募株式数を掛け合わせたものから引受証券会社に支払う引受手数料を差し引いた金額である。公開価格が過小にプライシングされると調達金額はアンダープライスされた分だけ減少するので、新規公開企業にとってはアンダープライシングの程度は小さいほうが望ましい。

ロックアップ契約は、情報の非対称性の程度を緩和させる役割を果たし、このアンダープライシングの程度を低減させることが予想される。しかし、経営陣のロックアップの情報は公開価格にプラスの影響を与えているものの、ベンチャーキャピタルがロックアップ契約に同意している比率を示す変数は、アンダープライシングに有意にプラスの影響をおよぼしている結果が示された。この結果より、ベンチャーキャピタルがロックアップ契約に同意しているシグナルは、情報の非対称性の程度を低減させるものではないということを指摘した。

第4章 オーバーアロットメント・オプションとアンダーライターのプライスサポート

第4章では、2002年に日本の新規公開市場に導入されたオーバーアロットメント・オプションによる追加売出しに伴う主幹事証券会社のプライスサポートについて考察を行った。日本においては、主幹事証券会社がネイキッド・ショートポジションをとることが実質的に不可能であることやロックアップ契約を探り入れている企業が少なくにもかかわらず、プライスサポートはバイアンドホールドリターンにプラスの効果を与えている結果が示された。ベンチャーキャピタルの売却可能株式数を考慮した変数は、負の影響があることを示したものの有意ではなかった。この実証結果より、主幹事証券会社が実施するプライスサポートは一定の効果を持つと結論づけた。

第5章 ロックアップ解除時の株価パフォーマンス

第5章では、ロックアップ契約解除時の株価パフォーマンスについて考察を行った。実証分析では、アメリカやイギリスと同様に日本においてもベンチャーキャピタル投資先企業のロックアップ解除時にマイナスの超過リターンが発生している状況が確認された。しかし、アメリカではロックアップ解除後においても株価が下落した状態が持続する状況が観察されているが、日本においてはロックアップ解除後の株価の下落は短期的である。

ロックアップ解除前の株価反応においてもアメリカとは異なる状況が示された。アメリカにおいては、ロックアップ解除日の1日前と3日前においても有意なマイナスのリターンが検出されているが、日本においてはロックアップ解除日以前に有意なマイナスのリターンは発生していない。

終章 本論文の要約と今後の課題

終章では、本論文の発見事項を簡潔に要約するとともに、発見事項から導かれるインプリケーションを記し

ている。また、本論文において残された研究課題についても言及している。

論文審査の結果の要旨

本論文は、日本に導入されて間もない新規株式公開（IPO）時のロックアップ（lock-up）契約とオーバーアロットメント・オプション（over-allotment option）の有効性や問題点を、ベンチャーキャピタルに焦点を当て、実証的に考察することを目的としている。2000年以降、アメリカを中心にロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションに関する実証分析が活発に行われているが、本論文では、これらの先行研究を踏まえた上で、日本のサンプルを用いて実証分析を行った。

本論文では、まず第1章と第2章で基礎データを整理した後、第3章以降において新規株式公開のタイムラインに沿って、公開から公開後における3つの局面を順番に追う形で分析を行っている。

まず、第1章では、日本のベンチャーキャピタル投資と新規株式公開市場の状況をアメリカと比較する形で概観し、ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの実証分析を行う際に必要なデータを整理している。第2章では、ロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの仕組みや導入経緯について記している。

第3章では、2000年に日本に導入されたロックアップ契約が新規公開時のアンダープライシング（過小値付け）にどのような影響をおよぼすかに関する実証分析を行った。ロックアップ契約は、情報の非対称性の程度を緩和させる役割を果たし、アンダープライシングの程度を低減させることが予想される。実証分析をした結果、経営陣のロックアップが確かにアンダープライシングの低減に正の効果を与えているが、ベンチャーキャピタルがロックアップ契約に同意している比率は逆の効果を与えており、情報の非対称性の程度を低減させるシグナルになっていないことを結論づけた。

第4章では、2002年に日本の新規株式公開市場に導入されたオーバーアロットメント・オプションによる追加売出しに伴う主幹事証券会社のプライスサポート（株価安定化）について考察を行った。日本においては、主幹事証券会社がネイキッド・ショートポジション（naked short position）をとることが実質的に不可能であるし、ロックアップ契約を採り入れている企業数も少ないにもかかわらず、プライスサポートはバイアンドホールドリターン（buy-and-hold return）にプラスの効果を与えている結果が示された。この実証結果より、主幹事証券会社が実施するプライスサポートは一定の効果を持つと結論づけた。

第5章では、ロックアップ契約解除時の株価パフォーマンスについて考察を行った。実証分析では、アメリカやイギリスと同様に日本においてもベンチャーキャピタル投資先企業のロックアップ解除時にマイナスの超過リターンが発生している状況が確認された。しかし、アメリカではロックアップ解除後においても株価が下落した状態が持続する状況が観察されているが、日本においてはロックアップ解除後の株価の下落は短期的である。ロックアップ解除前の株価反応においてもアメリカとは異なる状況が示された。アメリカにおいては、ロックアップ解除日の1日前と3日前においても有意なマイナスのリターンが検出されているが、日本においてはロックアップ解除日以前に有意なマイナスのリターンは発生していない。

終章では、本論文の発見事項を簡潔に要約するとともに、発見事項から導かれるインプリケーションを記している。また、本論文において残された研究課題についても言及している。

本論文の評価できる点として主として次の2点を挙げることができる。第1点は、本論文が日本の新規株式公開市場におけるロックアップ契約とオーバーアロットメント・オプションの有効性や問題点を初めて体系的に分析したことである。この分析は、株式新規公開に関する理論やアメリカの新規株式公開制度との比較を通して、日本の新規株式公開市場のあり方に関して多くのインプリケーションを提起した。

第2点は、本論文が新規株式公開に関する理論仮説を日本の新規公開株式市場に関する詳細なデータと緻密な分析方法で初めて検証したことである。これは、日本の当該研究分野の空白を埋め、新規株式公開市場に関

する研究の発展に貢献した。

以上により、審査委員会は全員一致で、本論文が博士（経営学）を授与するに値するものと認める。